

学校编码: 10384

学号: 200215112

分类号_____密级_____

UDC _____

厦 门 大 学
硕 士 学 位 论 文

国有控股上市公司优序融资分析值

An Empirical Study of the Pecking Order of the
National Holding Listed Companies

万 磊 霞

指导教师姓名: 沈艺峰 教授

洪锡熙 教授

专 业 名 称: 工商管理(MBA)

论文提交日期: 2005 年 2 月

论文答辩时间: 2005 年 3 月

学位授予日期: 2005 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2005 年 5 月

摘 要

自从梅耶斯 1984 年正式提出优序融资理论之后，国内外学者就一直对公司融资问题非常关注。特别是随着我国银行商业化进程的不断推进，以及资本市场不断发展，国内学者对公司融资问题的关注度不断增加。

本文在国内学者对优序融资研究的基础上，从股权结构这一角度选择了最有可能遵循优序融资理论的上市公司来分析我国上市公司的融资选择，得出了与国内大多数学者相同的实证结果。

全文共分为四章。第一章是对相关文献的回顾。本章从唐纳森发现公司管理者融资优序选择开始，重点回顾了关于优序融资理论的几篇经典文献，然后介绍了国内外学者对该理论的实证研究及其研究成果。

第二章介绍了涉及融资决策的股权结构的含义、我国股权结构的现状及其形成原因，并简要的回顾了国内外学者对股权结构的相关研究。

第三章是本文的重点。笔者在前两章分析的基础上，从股权结构的角度选择了沪深两市最有可能遵循优序融资理论的 46 家（其中沪市 30 家，深市 16 家）上市公司作为样本，借鉴 Sunder-Myers 模型，用公司的资金缺口与公司债务变化量进行回归分析；此外，本文还采用 Frank-Goyal 模型，对公司的资金缺口、盈利能力、有形资产、公司规模大小和增长机会与公司债务率的相关性进行回归分析。检验的结果是：国有控股上市公司并不遵循优序融资理论，公司“圈”钱的可能性非常大。

第四章对第三章实证结果的原因进行探讨，并指出本文存在的不足。

关键词：上市公司；优序融资；股权结构

Abstract

Since Myers put forward the Pecking Order Theory in 1984 formally, more and more academicians have taken part in the study on that theory. In China, with the process of reform on traditional banking system and the development of capital market, the study on that theory has attracted much concern.

Based on the study of academicians of our country, author chosen the listing companies which would obey the Pecking Order Theory mostly from the point of ownership structure to test this theory in this article and the results show these companies do not obey the theory.

This article consists of four parts. In the first chapter, relevant research in the field is reviewed. The author firstly briefly introduces Donaldson's contribution of finding the pecking order, then gives detailed explanation of some classic works in the field ,as well as relevant empirical test articles within China and abroad.

Ownership structure is the crucial factor of the listing company. In the second chapter, the author introduces the concept of the ownership structure and current status of Chinese ownership structure and its forming reasons. In the last part of this chapter, the author introduces some related literature of ownership structure research.

The third chapter is the main part of this paper. The author uses 45 listing companies in the Shanghai Stock Exchange and Shenzhen Stock Exchange as samples, use the Sunder-Myers model to make regressive analysis between the

deficit and changes of debts in those companies. Then, the author uses Frank—Goyal model to make regressive analysis with deficit ,profits, growth, fixed assets, scales and the debt rate of the company. The results show that managers of China's listing companies do not follow the pecking order.

The fourth chapter further discusses the reasons for the results of the third chapter, and points out some weakness of this article.

Key Words: Listing Company; Pecking order; Ownership Structure

目 录

前 言	1
第一章 优序融资	3
第一节 优序融资理论的提出	3
一、“旧优序融资理论”	3
二、新优序融资理论	4
三、梅耶斯—迈基里夫模型	9
第二节 实证检验文献	14
一、直接检验的实证研究	14
二、间接检验的实证研究	24
第二章 股权结构	28
第一节 股权结构的含义	28
第二节 我国股权结构的现状及其形成原因	30
第三节 研究股权结构的相关文献	35
第三章 实证研究	37
第一节 我国上市公司融资状况	38
第二节 样本选择	40
第三节 研究模型	43
一、Sunder—Myers 模型	43
二、Frank—Goyal 模型	45
第四节 实证结果	47
一、利用 Sunder—Myers 模型的实证结果	47
二、Frank—Goyal 模型	49

三、结论	54
第四章 原因探讨与本文不足	55
第一节 原因分析	55
一、股权结构方面的原因	55
二、资本成本方面的原因	57
三、融资环境的原因	58
第二节 建议	59
第三节 本文的不足之处	60
一、模型问题	60
二、样本的代表性	61
三、解释变量的计算方法	61
附 录	63
参考文献	66
后 记	68

Contents

Preface	1
1 Pecking Order.....	3
1.1 Pecking Order Theory.....	3
1.2 Literature Review of Research.....	14
2 Ownership Structure.....	28
2.1 Concept of Ownership Structure.....	28
2.2 Current Status of Chinese Ownership Structure and its Forming Reasons.....	30
2.3 Related Literature of Ownership Structure Research	36
3 Empirical Test	39
3.1 Current Financing Status of Chinese Listing Company	40
3.2 Sample Selecting	42
3.3 Research Model	45
3.4 Results	49
4 Reasons & Deficiencies	57
4.1 Reason Analysis	57
4.2 Suggestions.....	61
4.3 Deficiencies	63
Appendix	65
References	68
Acknowledgements.....	70

厦门大学博硕士论文摘要库

前 言

在信息不对称的情况下通过发行证券筹集资金这一问题是当代公司理财的重要主题之一。正如梅耶斯在其美国财务学会主席就职演讲上提到的：我们不知道企业如何选择它们的资本结构。我们不知道企业如何选择发行债券、股票或混合证券，我们同样对企业的这些行为如何影响证券收益理解不够。

1961年，唐纳森观察到，管理部门强烈地偏好内部产生的新的资金来源，甚至排斥外部资金。1984年，梅耶斯重拾23年前唐纳森的观点，对它做一些修补，提出了优序融资理论：与外部融资相比企业更喜欢内部融资，并且在发行证券时，企业更愿意发行债券而不是股票。

在此之后，国内外学者使用多种方法检验该理论的正确性，得出了各不相同的结论。如：1996年琼·赫尔维奇和尼尔·梁通过对一组小规模的公司成长过程中的融资选择的研究，得出公司并没有像优序融资理论预测的那样尽量避免外部融资，股票融资并不是最不希望的融资来源，但是大的、赢利的公司发行公众债券，这点与优序融资理论一致。1999年夏恩·桑德和梅耶斯使用 Industrial Compustat 数据，设计了两个简单的模型分别检验静态权衡理论和优序融资理论，得出的结论是：两种理论对数据的解释效果都不错，但是优序融资理论解释的效果更好。他们还认为，如果权衡理论是错误的，他们所用的模型无法拒绝该理论，但是如果优序融资理论是错误的，他们所用的模型很容易拒绝该理论。据此，他们得出：优序融资理论比权衡理论更可信。2003年，弗兰克和戈雅尔对优序融资做了一次更为广泛的检验。他们的最后结果表明：1971—1998年

美国企业的融资顺序与优序融资理论相反，企业的内部融资通常不足以支持企业投资，企业经常使用外部融资。在外部融资中，债务融资与权益融资相比并不占优势。国内学者的实证检验结果基本上都不支持优序融资理论。

本文在国内学者对优序融资研究的基础上，从股权结构这一角度选择了最有可能遵循优序融资理论的上市公司来分析我国上市公司的融资选择，得出了国有控股上市公司并不遵循优序融资理论的结果。

第一章 优序融资

正如梅耶斯（Myers）在其就任美国财务学会主席的仪式上所发表的题为“资本结构之谜”的演讲开头所提到的：“企业如何选择它们的资本结构？”的答案是：“我们不知道”。我们对资本结构知之甚少。我们不知道企业如何选择发行债券、股票或混合证券。通常，我们对企业的财务行为和这些行为如何影响证券收益理解不够^①。

在信息不对称的情况下通过发行证券筹集资金这一问题是当代公司理财的重要主题之一。在一般情况下，具有有限资源和私有信息的投资机会的企业可能会通过发行股票和（或）债券来筹集现金^②。企业一般会如何选择呢？

第一节 优序融资理论的提出

一、“旧优序融资理论”

优序融资假设并不是什么新东西。虽然我们以前没有看到优序融资这个词的使用。但是，在唐纳森（Donaldson）1961 年对一个以大型企业为样本的融资实践的研究中，相关的考虑就已经清楚地出现了。唐纳森观察到：管理部门强烈地偏好内部产生的新的资金来源，除了偶尔的不可避免的对资金的“膨胀”需求外，甚至排斥外部资金。这些“膨胀”需求通常不能通过削减股利来满足（减少通常的现金股利支付对大多数管理部门来说是不可想象的，除了在极端的财务危机阶段，将减少现金股利作为一种

^① Myers, S.C. The Capital Structure Puzzle [J]. Journal of Finance, 1984, (39): 575—592.

^② Paolo Fulghieri & Dmitry Lukin. Information production, dilution costs, and optimal security design [J]. Journal of Financial Economics, 2001, (61): 3—42.

防御措施)。如果需要外部融资,经理们很少想到发行股票,尽管在任何环境下,几乎没有任何企业达到不发行普通股的地步,但大量的企业在过去 20 年内没有发行过股票,并且在可预见的将来也不会这么做^①。

沈艺峰在其著作《资本结构理论史》中,将唐纳森的这一发现称之为“旧优序融资理论”。梅耶斯认为这是由信息不对称造成的。他将之改头换面,拿到新的场合里去解释新的现象,形成了所谓的新优序融资理论。

二、新优序融资理论

优序融资理论是由梅耶斯正式提出的,为了将他提出的这一理论和唐纳森的发现相区别,我们将之称为新优序融资理论。

梅耶斯新优序融资理论的提出,可以说是正式拉开把信息不对称引入资本结构理论研究中来的序幕^②。

1984年,梅耶斯在其美国财务学会主席就职演讲“资本结构之谜”中,系统地提出了企业资本结构中的信息不对称理论问题。他重拾23年前唐纳森的一种个人观点,对它做一些修补,将它改头换面为一套他自认为是“使旧理论框架得以复活”的新优序融资理论。

在这篇演讲词中,梅耶斯在对资本结构作两个方面(静态权衡框架和优序融资框架)的比较时,首次提出了优序融资的概念,指出“在一种老式的优序融资框架中,与外部融资相比企业更喜欢内部融资,并且在发行证券时,企业更愿意发行债券而不是股票。在这种纯粹的优序融资理论中,企业没有一个良好定义的目标负债比率。优序融资理论至少和静态权衡理论在解释我们所知道的实际财务选择和它们对股利的评价影响方面一样

^① Myers,S.C. The Capital Structure Puzzle [J]. Journal of Finance, 1984, (39): 575—592.

^② 沈艺峰. 资本结构理论史[M]. 北京:经济科学出版社,1999.

好”，并进一步阐述了优序融资的理论框架：

(1) 企业偏好内部融资。

(2) 尽管股利具有不易变动的特性，并且，目标支付率仅仅是逐渐调整以适应有价值的投资机会的变动，它们仍使目标股利支付率配合投资机会。

(3) 不易变动的股利，加上不可预测的盈利能力与投资机会的波动，意味着内部产生的现金流量可能比投资所需要的更多或更少。如果是更少，企业将首先减少它的现金余额或可交易的证券组合。

(4) 如果需要外部融资，企业将首先发行最安全的证券。他们首先使用负债，然后可能采用可转换债券之类的混合证券，把股票作为最后的手段。在这个理论中，缺乏被清楚定义的目标负债股票比率，因为存在两种股票，内部的和外部的，一个是在优序融资的顶部，另一个在底部。每一个公司所观测到的负债比率反映了它对外部融资累积的需求。

在文中，梅耶斯设计了一个模型对此进行解释：

假设公司必须筹集 N 美元以便实施一些有潜在价值的投资机会。 y 代表该投资机会的净现值， x 为放弃这个投资机会时公司的价值。公司经理知道 x 和 y 的值，但资本市场上的投资者不知道：他们仅仅知道可能值 (\tilde{x}, \tilde{y}) 的联合分布。假设资本市场的信息是不对称（除了信息不对称之外，假设资本市场是完美的）并且资本市场是半强势有效的。通过证券发行筹集 N 美元的收益是 y （公司投资机会的净现值）。但是，公司同时也有可能有一种成本：公司可能以低于真正价值的价值发行证券。假定公司发行股票时有一个总的市场价值 N ，经理知道该股份的真正价值 N_1 （即

在其他各项条件相同的情况下，当投资者得到经理的专有知识时， N_1 是新股票的价值。使公司现有股票的“真的”或“内在的”价值最大化，是经理在这种情况下争取的最有意义的目标。也就是说，经理担心“老的”股票持有人的股份的价值。而且，投资者知道经理将这样做。“新的”投资者购买股票时将假设经理并不站在他们这一边，并理性的调整他们乐于支付的价格。定义 ΔN 是股票的溢价或折价数， $\Delta N \equiv N_1 - N$ ，则当：

$y \geq \Delta N$ 时，经理将发行股票并投资。假如经理的内部信息是对企业不利的，那么 ΔN 是负的，公司将不停地发行新股，即使新增资金的最好用途是放在银行（净现值为零的投资）。但是，如果内幕信息是对企业有利的话，企业就宁愿放弃净现值大于零的投资机会，而不愿意发行被投资者低估的股票。

如果经理按照这种方式运作，发行股票的决策，不管对老的股票持有人还是新的股票持有人，传递的都是坏消息。 V 代表企业在不发行股票情况下的市值（每股价格 \times 股份数）， V' 代表企业在发行股票情况下的市值（包括新发行股票的价值）。在每个人都知道经理按照 $y \geq \Delta N$ 行动，理性均衡预期的条件是：

$$V = E(\tilde{x} | \text{不发行}) = E(\tilde{x} | y \leq \Delta N)$$

$$V' = E(\tilde{x} + \tilde{y} + N | \text{发行}) = E(\tilde{x} + \tilde{y} + N | y \geq \Delta N)$$

这个模型中的两个关键点是：一是依赖外部融资的成本。我们通常认为外部融资成本为管理上的和承销证券的成本，在有些情况下，还包括新证券定价偏低的成本。信息不对称导致产生一个不同类型成本的可能性，即公司可以选择不发行证券而放弃一个正的净现值的投资机会的可能性。

如果公司能够保留足够的内部产生的现金流去满足公司的具有正的净现值的投资机会的需要，那么就可以避免这种成本。二是发行债券与发行股票相比的优势：如果公司的确需要外部融资，那么发行债券要比发行股票好些。一般的规则是，“先发行安全证券，后发行风险证券”。

举例来说，假设公司需要投资1,000万美元，而为了筹集这个投资额，它必须发行的股票的真正价值是1,200万美元。只有当项目的净现值至少为200万美元时，公司才可能会发行股票。如果这个项目的净现值为150万美元，公司将放弃这个项目。公司的内在总价值减少了150万美元，但老股东却获得了50万美元的好处。

经理通过建立公司的现金储备能够避免这个问题。但是这也是事后才认识到的。经理现在唯一能做的一件事情就是重新设计证券的发行以减少 ΔN 。在上例中，如果 ΔN 能减少至50万美元，投资项目则可以在不稀释现有股票的真实价值的情况下融资。减少 ΔN 的方法是发行较安全的证券（当管理层所拥有的内部信息向市场公开时，这类证券的价值变动最小）。有许多案例表明，债券的 ΔN 的绝对值小于股票的 ΔN 。例如，如果公司可以发行无违约风险的债券，则 ΔN 为0，这样，公司就不会放过任何一个有价值的投资机会。因此，能发行无违约风险债券的能力类似于存在银行的现金。即使是引入违约风险，若我们采用期权定价模型的习惯假设，债券的 ΔN 的绝对值也比股票的 ΔN 小。因此，当管理层拥有对企业有利的内部信息时，发行债券比发行股票好。如果管理层拥有的内部信息是对企业不利的，以至于任何风险证券发行都将是溢价的。这时，决策规则似乎应该是，“当投资者低估公司价值时，发行债券；当他们高估公司价值时，发行股票或其它风险证券”。但如果投资者知道，公司在其价值被高估时将发行股票，反之将发行债券，那么，投资者将拒绝购买股票，除

非公司已经耗尽了它的“负债能力”（公司已经发行足够多的债券，使得发行更多的债券将面临大量的附加成本）。因此，投资者能有效地促使公司遵从优序融资理论。

梅耶斯在文章的结论部分还提出，新优序融资理论大体上还是和经验证据一致的。（1）公司有很好的理由避免必须通过发行普通股或其它风险证券来取得对直接投资项目的融资。他们不想碰到陷入两难困境的风险，在这种困境下，公司要么放弃正净现值的投资项目，要么发行他们认为被低估的股票（2）他们制定一个目标股利支付率，这样的话，正常的股票投资率能够通过内部产生的资金满足（3）公司也可能计划用新的借款满足部分正常投资支付，但公司将努力限制借款的使用来保证负债的安全性，使公司发行的债券尽量接近无拖欠风险债券。限制借款的原因有两个：一是避免财务危机产生时的巨大成本；二是以保存借款能力的形式保持财务上的松弛状态。也就是说，当公司需要时，随时可以发行安全债券（4）因为股利的支付率是不易变动的，同时，投资机会相对于内部产生的现金流是波动的，所以公司将时不时的用尽发行安全债券的能力。在这种情况下，公司首先转向风险较小的证券，比如说，在发行普通股之前发行风险债券或者可转换债券^①。

梅耶斯强调他的新优序融资理论与唐纳森的旧优序融资理论的区别在于：“新理论承认了信息不对称和财务困境成本的存在。可观察的负债比率被当成是反映外部融资需要的累积。在一个延长期间里，信息不对称问题在妨碍企业通过发行股票取得融资的同时，也妨碍企业通过股权替换债权”^②。

^① Myers, S.C. The Capital Structure Puzzle [J]. Journal of Finance, 1984, (39): 575—592.

^② Jean Helwege & Nellie Liang. Is there a pecking order? Evidence from a panel of IPO firms[J]. Journal of Financial Economics, 1996, (40): 429—458.

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库